

三棵树 (603737)

证券研究报告

2022年10月17日

渠道优势充分显现，未来盈利弹性值得期待

22年前三季度归母净利润 2.6-3.1 亿元，同比增长 306%-384%

近日公司发布业绩预增公告，预计前三季度实现归母净利润 2.6-3.1 亿，同比增长 306%-384%，扣非归母净利润 1.7-2.2 亿元（去年同期-0.6 亿元），其中 Q3 单季度实现归母净利润 1.6-2.1 亿元（去年同期为-0.5 亿元），单季度扣非归母净利润 1.6-2.1 亿元（去年同期为-0.73 亿元）。在需求承压的大背景下公司强 α 属性充分体现，业绩仍实现较快增长，我们认为一方面系公司渠道结构优化驱动收入增长，另一方面得益于成本下降+能效提升带动净利率提升，继续看好公司未来盈利弹性。

收入结构持续优化，盈利质量有望改善

上半年公司 C 端增长较快，家装漆同比增速达 42%，其中 Q2 单季度收入增速达 23%，相比之下，B 端工程漆受地产下滑影响仍然较大，上半年/Q2 收入同比分别-8%/-13%。公司持续优化渠道结构，聚焦优质赛道，上半年公司家装漆收入占涂料收入比重已提升至 38%，且通过加大渠道建设力度，上半年小 B 渠道客户数量新增 7168 家约 20043 家，预计高端产品销售占比和零售渠道销售占比稳步提升是收入增长的主要驱动力，同时 C 端产品定价策略更优，毛利率优于 B 端（过去三年家装漆毛利率平均值 50%vs 工程漆毛利率 38%），且回款更好，C 端收入占比的持续提升有望推动公司盈利能力及现金流持续改善。

原材料价格走低+能效提升助推净利率提升，减值风险进一步出清

公司上半年公司毛利率 27.8%，同比提升 2.15pct，其中 Q2 毛利率同比/环比分别提升 3.4/2.3pct，主要受益于原材料价格下降，Q3 主要原材料丙烯酸、钛白粉价格继续走低，均价环比分别-37%/-13%，同比分别-43%/-12%，我们预计毛利率或继续改善。公司持续实施降本增效、提高内部管理效率等措施，费用增速同比有所下降，我们预计 Q3 净利率有望继续提升。公司根据预期信用损失计提了相应的资产减值准备，未来减值风险或将进一步出清。

盈利弹性值得期待，维持“买入”评级

上半年在面临地产下行压力下，公司 C 端实现了较快增长，竞争优势得以体现，且 Q2 净利率改善明显，下半年有望继续维持高位，盈利弹性值得期待，未来 C 端占比有望持续提升，进一步优化公司经营质量。维持 22-24 年归母净利润预测至 7.5/10.5/15.0 亿元，对应 47.1/33.7/23.6 倍 PE，维持“买入”评级。

风险提示：原材料涨价超预期，行业需求下滑，定增落地进展不及预期，业绩预告为公司初步测算实际以季报为准。

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	8,200.23	11,428.71	13,540.71	17,149.76	20,820.26
增长率(%)	37.31	39.37	18.48	26.65	21.40
EBITDA(百万元)	1,040.12	665.34	1,193.24	1,579.88	2,282.21
归属母公司净利润(百万元)	501.77	(416.89)	751.07	1,049.29	1,500.21
增长率(%)	23.55	(183.08)	(280.16)	39.71	42.97
EPS(元/股)	1.33	(1.11)	2.00	2.79	3.99
市盈率(P/E)	70.56	(84.92)	47.14	33.74	23.60
市净率(P/B)	14.12	18.22	13.19	9.47	6.76
市销率(P/S)	4.32	3.10	2.61	2.06	1.70
EV/EBITDA	39.37	81.38	32.14	22.41	15.75

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	建筑材料/装修建材
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	94.05 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	376.44
流通 A 股股本(百万股)	376.44
A 股总市值(百万元)	35,403.95
流通 A 股市值(百万元)	35,403.95
每股净资产(元)	5.41
资产负债率(%)	83.22
一年内最高/最低(元)	142.68/64.06

作者

鲍荣富 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520120003
baorongfu@tfzq.com

王涛 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521010001
wangtao@tfzq.com

武慧东 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521050002
wuhuidong@tfzq.com

林晓龙 联系人
linxiaolong@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《三棵树-半年报点评:零售端维持较快增长，Q2 净利率恢复明显》2022-09-02
- 《三棵树-年报点评报告:零售表现亮眼，22 年有望重回高增长》2022-05-03
- 《三棵树-公司点评:减值计提影响业绩，22 年轻装上阵，增长可期》2022-02-06

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,324.29	679.07	1,083.26	1,371.98	1,665.62	营业收入	8,200.23	11,428.71	13,540.71	17,149.76	20,820.26
应收票据及应收账款	3,465.51	4,287.02	4,755.88	6,787.36	7,226.43	营业成本	5,425.75	8,451.90	9,678.55	12,145.28	14,487.46
预付账款	86.90	96.73	102.41	158.78	149.35	营业税金及附加	69.59	58.46	69.26	87.72	106.50
存货	491.54	566.55	1,109.01	872.12	1,606.98	销售费用	1,380.37	1,876.97	1,922.78	2,435.27	2,810.74
其他	382.05	539.29	894.55	1,635.39	1,228.13	管理费用	432.27	554.98	644.54	799.18	936.91
流动资产合计	5,750.30	6,168.67	7,945.10	10,825.64	11,876.51	研发费用	207.03	271.08	321.18	406.79	493.85
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	37.75	54.86	87.81	109.43	155.58
固定资产	1,331.83	2,374.10	2,815.08	2,979.47	2,711.42	资产/信用减值损失	(117.91)	(809.68)	(88.10)	28.03	24.97
在建工程	775.59	1,638.52	1,031.11	648.67	648.67	公允价值变动收益	0.00	0.00	10.00	10.00	0.00
无形资产	356.01	504.01	479.69	455.37	431.05	投资净收益	0.19	(3.16)	0.00	0.00	0.00
其他	409.67	1,174.03	692.02	772.27	866.28	其他	155.56	1,539.50	(200.00)	(100.00)	0.00
非流动资产合计	2,873.09	5,690.66	5,017.90	4,855.78	4,657.42	营业利润	609.61	(566.20)	938.49	1,304.13	1,854.20
资产总计	9,094.15	12,378.65	12,963.00	15,681.42	16,533.93	营业外收入	1.64	1.16	1.35	1.38	1.30
短期借款	1,236.57	1,540.70	2,654.49	1,046.05	1,700.55	营业外支出	27.85	8.47	18.43	18.25	15.05
应付票据及应付账款	3,548.97	5,187.96	4,072.31	8,062.00	6,375.25	利润总额	583.40	(573.51)	921.41	1,287.26	1,840.45
其他	934.09	1,450.65	1,453.33	1,682.27	1,817.74	所得税	48.33	(177.17)	129.02	180.24	257.70
流动负债合计	5,719.63	8,179.30	8,180.13	10,790.32	9,893.54	净利润	535.06	(396.34)	792.39	1,107.02	1,582.74
长期借款	395.37	1,369.30	1,565.27	500.00	636.25	少数股东损益	33.29	20.56	41.32	57.73	82.54
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	501.77	(416.89)	751.07	1,049.29	1,500.21
其他	238.07	485.98	272.30	332.11	363.46	每股收益(元)	1.33	(1.11)	2.00	2.79	3.99
非流动负债合计	633.44	1,855.27	1,837.56	832.11	999.71						
负债合计	6,441.17	10,215.55	10,017.69	11,622.43	10,893.25	主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
少数股东权益	144.83	220.48	261.80	319.53	402.06	成长能力					
股本	268.90	376.44	376.44	376.44	376.44	营业收入	37.31%	39.37%	18.48%	26.65%	21.40%
资本公积	664.61	561.32	561.32	561.32	561.32	营业利润	17.23%	-192.88%	-265.75%	38.96%	42.18%
留存收益	1,574.87	1,004.71	1,755.78	2,805.07	4,305.28	归属于母公司净利润	23.55%	-183.08%	-280.16%	39.71%	42.97%
其他	(0.22)	0.15	(10.03)	(3.37)	(4.41)	获利能力					
股东权益合计	2,652.98	2,163.10	2,945.30	4,058.99	5,640.68	毛利率	33.83%	26.05%	28.52%	29.18%	30.42%
负债和股东权益总计	9,094.15	12,378.65	12,963.00	15,681.42	16,533.93	净利率	6.12%	-3.65%	5.55%	6.12%	7.21%
						ROE	20.01%	-21.46%	27.99%	28.06%	28.64%
						ROIC	31.00%	-13.02%	23.83%	21.59%	46.24%
						偿债能力					
						资产负债率	70.83%	82.53%	77.28%	74.12%	65.88%
						净负债率	16.72%	124.58%	114.37%	11.12%	17.65%
						流动比率	1.07	0.80	0.97	1.00	1.20
						速动比率	0.99	0.73	0.84	0.92	1.04
						营运能力					
						应收账款周转率	3.04	2.95	2.99	2.97	2.97
						存货周转率	16.47	21.60	16.16	17.31	16.80
						总资产周转率	1.11	1.06	1.07	1.20	1.29
						每股指标(元)					
						每股收益	1.33	-1.11	2.00	2.79	3.99
						每股经营现金流	1.21	1.29	-1.26	8.21	-1.03
						每股净资产	6.66	5.16	7.13	9.93	13.92
						估值比率					
						市盈率	70.56	-84.92	47.14	33.74	23.60
						市净率	14.12	18.22	13.19	9.47	6.76
						EV/EBITDA	39.37	81.38	32.14	22.41	15.75
						EV/EBIT	44.86	113.01	41.57	27.50	18.06

现金流量表(百万元)					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	535.06	(396.34)	751.07	1,049.29	1,500.21
折旧摊销	129.91	192.78	270.75	292.37	292.37
财务费用	75.60	126.29	87.81	109.43	155.58
投资损失	(0.19)	(0.04)	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	117.65	(391.03)	(1,636.63)	1,571.08	(2,418.29)
其它	(400.68)	952.88	51.32	67.73	82.54
经营活动现金流	457.35	484.55	(475.68)	3,089.90	(387.59)
资本支出	648.67	2,065.06	293.68	(9.82)	(31.35)
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(1,449.48)	(4,550.84)	(393.68)	(60.18)	31.35
投资活动现金流	(800.81)	(2,485.78)	(100.00)	(70.00)	0.00
债权融资	617.37	1,551.12	990.04	(2,737.84)	682.28
股权融资	251.12	4.62	(10.18)	6.66	(1.05)
其他	10.04	(237.85)	0.00	(0.00)	(0.00)
筹资活动现金流	878.52	1,317.89	979.86	(2,731.18)	681.23
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	535.07	(683.33)	404.18	288.72	293.64

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com